



# 网易 (NTES.US/9999.HK): 利润率扩张超预期

**整体业绩超预期:** 公司 1Q26 实现营业收入人民币 306 亿元, 同比增长 6.1%, 优于市场预期 2.7%; 调整后归母净利润 113 亿元, 优于市场预期 10.9%, 主要得益于毛利率提升与费用有效管控。1Q26 毛利率同比提升 5.3pct 至 69.4% 的历史高位, 优于市场预期的 64.7%, 主要得益于自研游戏收入占比提升及渠道分成成本下降; 同时, 管理费用环比下降 39%, 销售费用环比下降 11%, 共同驱动经营利润率达到 41.4%。尽管面临去年同期的高基数压力, 公司依然实现了稳健增长, 递延收入 218 亿元, 环比增长 6%, 同比增长 23%, 为后续业绩释放提供支撑。

**核心游戏基本盘稳固:** 公司 1Q26 游戏及相关增值服务收入达 257 亿元, 同比增长 6.9%, 表现优于市场预期 3.8%。一方面, 经典旗舰产品展现出极强的长线生命力, 《梦幻西游》PC 版 3 月 DAU 创下 390 万的新高, 《第五人格》、《蛋仔派对》、《逆水寒》等游戏通过高频内容迭代维持高活跃度。另一方面, 海外市场持续贡献, 《燕云十六声》海外版 3 月推出大型版本资料片后登上 Steam 全球畅销榜 Top 2, 季度营收再创新高; 《漫威争锋》通过持续的赛季更新扩大用户群, 4 月更新登上 Steam 美国畅销榜前列。这验证了公司自研产品的全球发行策略, 公司在全球游戏市场的份额有望持续扩张。

**新游周期蓄力待发:** 公司储备了多款重磅产品, 《遗忘之海》已获版号, 预计将在 2026 年 Q3 上线, 其商业化设计以角色与外观付费为核心, 主打低负担体验, 有望成为下半年的核心增量。《无限大》定位都市开放世界, 以逛街、社交等强生活化体验形成差异化竞争, 有望拓宽品类受众。此外, 《山海奇旅》、《星绘友晴天》等多元化新品亦在稳步推进。随着 AI 技术对游戏体验与研发管线的深度赋能, 以及公司产品线更趋完善, 新一轮产品周期有望驱动游戏业务增长。

**维持“买入”评级及目标价 236 港元/151 美元:** 考虑到渠道分成成本优化以及运营效率提升, 我们上调公司 FY26E/FY27E 调整后净利润预测 3%/3%, 维持“买入”评级, 维持目标价 235 港元/151 美元, 对应 FY26E/FY27E 16.0x/14.5x P/E。

**投资风险:** 游戏表现不及预期; 竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	105,295	112,626	121,064	130,406	140,425
经营利润	29,584	35,835	42,918	46,237	50,642
调整后净利润	33,511	37,344	41,092	45,287	49,204
调整后目标 PE (x)			16.0	14.5	13.4

E=浦银国际预测, 资料来源: Bloomberg、浦银国际

杨子超, CFA  
科技分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

赵丹  
首席科技分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

2026 年 5 月 22 日

## 网易 (9999.HK)

目标价 (港元)	236
潜在升幅/降幅	+37%
目前股价 (港元)	171.7
52 周内股价区间 (港元)	168.8-248
总市值 (百万港元)	594,097
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,153

注: 截至 2026 年 5 月 21 日收盘价

## 市场预期区间



## 网易 (NTES.US)

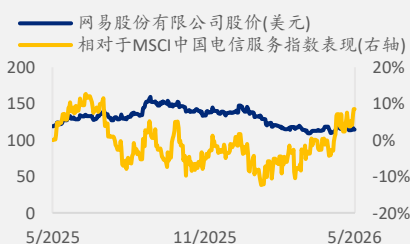
目标价 (美元)	151
潜在升幅/降幅	+32%
目前股价 (美元)	114.34
52 周内股价区间 (美元)	88.5-159.5
总市值 (百万美元)	72,964
近 3 月日均成交额 (百万美元)	99

注: 截至 2026 年 5 月 21 日收盘价

## 市场预期区间



## 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>收入</b>	<b>105,295</b>	<b>112,626</b>	<b>121,064</b>	<b>130,406</b>	<b>140,425</b>
收入成本	(39,488)	(40,224)	(39,876)	(42,439)	(44,847)
<b>毛利</b>	<b>65,807</b>	<b>72,402</b>	<b>81,187</b>	<b>87,967</b>	<b>95,578</b>
研发费用	(17,525)	(17,719)	(18,505)	(19,561)	(21,064)
销售费用	(14,148)	(14,620)	(15,508)	(16,953)	(18,255)
管理费用	(4,551)	(4,228)	(4,255)	(5,216)	(5,617)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>29,584</b>	<b>35,835</b>	<b>42,918</b>	<b>46,237</b>	<b>50,642</b>
利息收入	4,921	3,953	3,590	4,000	4,000
其他收益	1,213	1,042	(178)	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>35,718</b>	<b>40,830</b>	<b>46,331</b>	<b>50,237</b>	<b>54,642</b>
所得税开支	(5,461)	(6,033)	(7,468)	(7,536)	(8,196)
其他盈利	-	-	-	-	-
<b>年度盈利</b>	<b>30,256</b>	<b>34,798</b>	<b>38,863</b>	<b>42,702</b>	<b>46,445</b>
少数股东权益	557	1,038	171	-	-
本公司权益持有人	29,698	33,760	38,691	42,702	46,445
<b>调整后净利润</b>	<b>33,511</b>	<b>37,344</b>	<b>41,092</b>	<b>45,287</b>	<b>49,204</b>

### 现金流量表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>净利润</b>	<b>29,698</b>	<b>33,760</b>	<b>38,691</b>	<b>42,702</b>	<b>46,445</b>
折旧与摊销	2,418	2,247	2,222	2,281	2,341
营运资金变动	3,652	8,721	(400)	(446)	(478)
其他非现金调整	3,910	6,011	-	-	-
<b>经营活动现金流</b>	<b>39,677</b>	<b>50,740</b>	<b>40,514</b>	<b>44,537</b>	<b>48,309</b>
资本性支出	(1,261)	(1,019)	(2,445)	(2,509)	(2,575)
投资	20,515	(31,214)	-	-	-
其他投资活动	(1,338)	(947)	-	-	-
<b>投资活动现金流</b>	<b>17,916</b>	<b>(33,181)</b>	<b>(2,445)</b>	<b>(2,509)</b>	<b>(2,575)</b>
借款	(7,476)	(5,799)	-	-	-
股本	(19,995)	(14,465)	(15,188)	(15,948)	(16,745)
其他融资活动	136	104	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>(27,336)</b>	<b>(20,160)</b>	<b>(15,188)</b>	<b>(15,948)</b>	<b>(16,745)</b>
汇兑收益及其他	11	(382)	-	-	-
现金及现金等价物增加净额	30,268	(2,984)	22,881	26,080	28,989
期初的现金及现金等价物	24,207	54,475	51,491	74,372	100,453
期末的现金及现金等价物	54,475	51,491	74,372	100,453	129,441

### 资产负债表

人民币百万	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>固定资产</b>	<b>8,520</b>	<b>8,425</b>	<b>8,648</b>	<b>8,876</b>	<b>9,110</b>
投资	3,025	2,995	2,995	2,995	2,995
其他非流动资产	31,122	29,379	29,379	29,379	29,379
<b>非流动资产合计</b>	<b>42,667</b>	<b>40,800</b>	<b>41,022</b>	<b>41,250</b>	<b>41,484</b>
应收账款	5,669	5,338	5,738	6,181	6,655
投资	89,284	92,639	92,639	92,639	92,639
存货	572	689	683	727	768
现金及现金等价物	51,383	47,168	70,049	96,129	125,118
其他流动资产	6,417	34,781	34,781	34,781	34,781
<b>流动资产合计</b>	<b>153,325</b>	<b>180,615</b>	<b>203,891</b>	<b>230,458</b>	<b>259,962</b>
<b>资产总额</b>	<b>195,992</b>	<b>221,415</b>	<b>244,913</b>	<b>271,708</b>	<b>301,446</b>
母公司股东权益	138,686	160,296	183,799	210,553	240,254
少数股东权益	3,809	4,808	4,808	4,808	4,808
<b>权益总额</b>	<b>142,494</b>	<b>165,104</b>	<b>188,607</b>	<b>215,361</b>	<b>245,061</b>
长期借款	428	-	-	-	-
其他非流动负债	3,402	3,942	3,942	3,942	3,942
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,830</b>	<b>3,942</b>	<b>3,942</b>	<b>3,942</b>	<b>3,942</b>
应付账款及票据	721	643	638	679	717
借款	11,764	6,384	6,384	6,384	6,384
其他流动负债	21,884	24,827	24,827	24,827	24,827
<b>流动负债合计</b>	<b>49,668</b>	<b>52,369</b>	<b>52,363</b>	<b>52,404</b>	<b>52,443</b>
<b>负债总额</b>	<b>53,497</b>	<b>56,311</b>	<b>56,305</b>	<b>56,346</b>	<b>56,385</b>
<b>权益及负债总额</b>	<b>195,992</b>	<b>221,415</b>	<b>244,913</b>	<b>271,708</b>	<b>301,446</b>

### 主要财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	1.8%	7.0%	7.5%	7.7%	7.7%
毛利增速	4.4%	10.0%	12.1%	8.4%	8.7%
经营利润增速	6.8%	21.1%	19.8%	7.7%	9.5%
净利润增速	3.1%	15.0%	11.7%	9.9%	8.8%
调整后净利润增速	2.8%	11.4%	10.0%	10.2%	8.6%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	62.5%	64.3%	67.1%	67.5%	68.1%
经营利润率	28.1%	31.8%	35.5%	35.5%	36.1%
净利率	28.7%	30.9%	32.1%	32.7%	33.1%
调整后净利率	31.8%	33.2%	33.9%	34.7%	35.0%
<b>每股指标 (元)</b>					
EPS	9.3	10.5	12.1	13.3	14.5
调整后EPS	10.5	11.6	12.8	14.1	15.3
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			16.0	14.5	13.4
目标P/S			5.4	5.0	4.7

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：浦银国际目标价：网易（9999.HK）



注：截至 2026 年 5 月 21 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

图表 3：浦银国际目标价：网易（NTES.US）



注：截至 2026 年 5 月 21 日收盘  
资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

